



WWW.ECONSTOR.EU

Der Open-Access-Publikationsserver der ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft  
*The Open Access Publication Server of the ZBW – Leibniz Information Centre for Economics*

Fischer, Bernhard

Working Paper

# Brasilien ohne Inflation? Eine kritische Würdigung des Cruzado-Planes

Kieler Diskussionsbeiträge, No. 124

**Provided in cooperation with:**

Institut für Weltwirtschaft (IfW)

Suggested citation: Fischer, Bernhard (1986) : Brasilien ohne Inflation? Eine kritische Würdigung des Cruzado-Planes, Kieler Diskussionsbeiträge, No. 124, <http://hdl.handle.net/10419/48020>

**Nutzungsbedingungen:**

Die ZBW räumt Ihnen als Nutzerin/Nutzer das unentgeltliche, räumlich unbeschränkte und zeitlich auf die Dauer des Schutzrechts beschränkte einfache Recht ein, das ausgewählte Werk im Rahmen der unter

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen> nachzulesenden vollständigen Nutzungsbedingungen zu vervielfältigen, mit denen die Nutzerin/der Nutzer sich durch die erste Nutzung einverstanden erklärt.

**Terms of use:**

*The ZBW grants you, the user, the non-exclusive right to use the selected work free of charge, territorially unrestricted and within the time limit of the term of the property rights according to the terms specified at*

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen>  
*By the first use of the selected work the user agrees and declares to comply with these terms of use.*

# Brasilien ohne Inflation?

## Eine kritische Würdigung des Cruzado-Planes

von Bernhard Fischer

### AUS DEM INHALT

- Zu Beginn dieses Jahres befand sich Brasilien mit monatlichen Inflationsraten von über 14 vH am Rande einer Hyperinflation. Am 28. Februar 1986 hat die brasilianische Regierung mit dem sogenannten Cruzado-Plan der Inflation und Spekulation den "Kampf auf Leben und Tod" angesagt. Mit dem ökonomischen Reformpaket wurden eine neue Währung, der Cruzado, geschaffen, die meisten Preise für Waren und Dienstleistungen eingefroren und die automatische Inflationsanpassung überwiegend aufgehoben.
- Entgegen dem (noch) anhaltenden Optimismus der brasilianischen Regierung, den "Krieg gegen die Inflation" gewinnen zu können, müssen die Erfolgsaussichten des Cruzado-Planes aus ökonomischem Blickwinkel skeptisch eingeschätzt werden. Das Stabilisierungsprogramm setzt an den Symptomen der Inflation und nicht an den eigentlichen Ursachen an. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf das Einfrieren der Preise. Der Preisdruck wird dadurch nur zurückgestaut, Investitionen zur Beseitigung von Angebotsengpässen werden behindert, und fundamentale Ungleichgewichte in der Wirtschaft festgemauert.
- Eine Ursachentherapie der hochinflationären Entwicklung hätte auch dem Staat Opfer abverlangen müssen. Wie historische Beispiele belegen, kann eine Hyperinflation nur dann durch eine Währungsreform erfolgreich beendet werden, wenn zwei Bedingungen erfüllt sind: Zum einen muß das Haushaltsdefizit drastisch reduziert werden, und zum anderen muß die Zentralnotenbank autonom sein, damit sie eine eigene Geldpolitik unabhängig von der Regierung verfolgen und am stabilen Wert der neuen Währung orientieren kann.
- Die Anzeichen für ein Scheitern des Cruzado-Planes nehmen zu: Trotz Preisstopp gibt es eine relativ hohe Residualinflation; die Produktionsauslastung nähert sich der Kapazitätsgrenze, ohne daß in größerem Umfang Erweiterungsinvestitionen getätigt werden; die Angebots- und Versorgungsengpässe breiten sich aus und für immer mehr Waren entstehen Schwarzmärkte; die Dollarnotierung des Cruzados auf dem Schwarzmarkt ist so hoch wie lange nicht mehr.
- Auch das jüngste Paket von Wirtschaftsmaßnahmen ("Plano de Metas"), durch das der Cruzado-Plan bei der Inflationsbekämpfung unterstützt werden soll, wird kaum dazu beitragen, die gegenwärtigen wirtschaftlichen Probleme zu lösen. Vielmehr ist zu vermuten, daß durch die Zwangsanleihe beim Kauf von Autos und Kraftstoff sowie die Sondersteuern auf Flugscheine und beim Devisenerwerb Ressourcen vom privaten zum staatlichen Sektor transferiert werden, ohne daß das gesamtwirtschaftliche Sparaufkommen sich erhöht.
- Kritisch ist auch die voraussichtliche Verwendung der Mehreinnahmen des Staates zu bewerten, die einem staatlichen Entwicklungsfonds zugeführt werden, aus dem Infrastrukturinvestitionen sowie Agrar- und Sozialprogramme finanziert werden sollen. Selbst wenn diese Mittel nicht dazu verwendet werden sollten, das steigende Haushaltsdefizit zu finanzieren, ist zu befürchten, daß diese überwiegend nach politischen und weniger nach ertragsmäßigen Kriterien vergeben werden.
- Das Schicksal des Cruzado-Planes wird in erster Linie davon abhängen, ob es der brasilianischen Regierung gelingt, den Staatshaushalt zu sanieren, eine inflationsfreie Finanzierung des verbleibenden Defizits durchzuführen sowie die Geldmengenausweitung unter Kontrolle zu halten. Eine Rückkehr zur Stabilität wird ohne die unpopuläre Kürzung der Staatsausgaben nicht möglich sein.

Ag 4156/86  
Weltwirtschaft  
Kiel

# BRASILien OHNE INFLATION? EINE KRITISCHE WÜRDIGUNG DES CRUZADO-PLANES

I. Zur Implementierung des ökonomischen Reformpaketes.....	3
II. Die einzelnen Maßnahmen und ihre Bewertung.....	5
1. "Währungsreform".....	5
2. Einfrieren der Preise.....	6
3. Desindexierung der Wirtschaft.....	8
4. Lohnpolitische Maßnahmen.....	10
5. Wechselkurspolitik.....	11
III. Kosmetik von Krisensymptomen oder Ursachentherapie?.....	12
IV. Die wirtschaftliche Entwicklung nach dem Cruzado-Plan.....	15
V. Die jüngste wirtschaftspolitische Korrektur.....	23
VI. Ausblick.....	24
Literaturverzeichnis.....	27

## Abkürzungsverzeichnis

BNH	- Banco Nacional da Habitação
BOVESPA	- Bolsa de Valores do Estado de São Paulo
CDB	- Certificado de Depósito Bancário
CGT	- Central Geral dos Trabalhadores
CNI	- Confederação Nacional da Indústria
CUT	- Central Unica dos Trabalhadores
FND	- Fundo Nacional de Desenvolvimento
IBGE	- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPCA	- Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
ORTN	- Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional
OTN	- Obrigações do Tesouro Nacional
SUNAB	- Superintendência Nacional de Abastecimento e Preços
UPC	- Unidade Padrão de Capital

**CIP-Kurztitelaufnahme der Deutschen Bibliothek**

**Fischer, Bernhard:**

**Brasilien ohne Inflation? : Eine krit. Würdigung**

**d. Cruzado-Planes / von Bernhard Fischer. Inst.**

**für Weltwirtschaft, Kiel. — Kiel : Inst. für**

**Weltwirtschaft, 1986.**

(Kieler Diskussionsbeiträge; 124)

ISBN 3-925357-34-3

NE: GT



Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel

Postfach 43 09, D-2300 Kiel 1

Alle Rechte vorbehalten

Ohne ausdrückliche Genehmigung ist es auch nicht

gestattet, den Band oder Teile daraus

auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen

Printed in Germany

ISSN 0455-0420

## I. Zur Implementierung des ökonomischen Reformpaketes

Mit einem einschneidenden, sämtliche Wirtschaftsbereiche betreffenden Stabilitätsprogramm ("pacote economico"), das am 28. Februar 1986 von Staatspräsident José Sarney und Finanzminister Dilson Funaro verkündet wurde, hat die brasilianische Regierung der Inflation und Spekulation den "Kampf auf Leben und Tod" angesagt (1). Mit dem ökonomischen Reformpaket, das auch unter dem Namen "plano tropical" populär geworden ist, wurden eine neue Währung, der "Cruzado" (Cz-\$), geschaffen, die meisten Preise für Waren und Dienstleistungen eingefroren und die automatische Inflationsanpassung überwiegend aufgehoben.

Die Dringlichkeit für ein Programm zur Sanierung der brasilianischen Wirtschaft stand außer Frage, nachdem die Inflationsrate im Februar offiziell 14,4 vH betragen und insbesondere die Nahrungsmittelpreise sich in diesem Monat überdurchschnittlich stark erhöht hatten (17,6 vH). Hochgerechnet auf Jahresbasis hätte die Änderung des Verbraucherpreisindex fast 500 vH (im Vorjahresvergleich 255 vH) betragen und die Wirtschaft an den Rande einer Hyperinflation gebracht.

Die ökonomischen Rahmenbedingungen für eine Wirtschaftsreform waren in Brasilien sicherlich günstiger als dies in Israel oder Argentinien bei ähnlichen Stabilisierungsprojekten in jüngerer Zeit der Fall gewesen ist. Die Stabilisierungsmaßnahmen erfolgten nicht aus einer Rezession heraus, sondern trafen auf eine florierende Wirtschaft (Tabelle 1). Das Bruttosozialprodukt verzeichnete im Jahre 1985 mit 8,3 vH (im Vorjahr 7,5 vH) die größte reale Zuwachsrate seit 1976 und lag damit auch weltweit an vorderster Stelle. Der Außenhandel konnte einen Überschuß von über 12 Mrd. US-\$ aufweisen, womit Brasilien hinter Japan und der Bundesrepublik Deutschland Platz drei einnahm. Die Währungsreserven des hochverschuldeten Landes waren auf stattliche 9 Mrd. US-\$ angestiegen.

Die Wirtschaftsreform (Gesetzesdekret Nr. 2283 und Folgegesetze Nr. 2284/6) wurde von Ökonomen der verschiedensten Schulen, von Vertretern aller politischen

---

(1) Der Zeitpunkt der Implementierung des Cruzado-Planes war sowohl taktisch als auch politisch geschickt gewählt. Der 28. Februar war der letzte Ferientag des Kongresses, so daß der Staatspräsident von seinem Recht, Gesetze per Dekret ("lei decreto") zu erlassen, Gebrauch machen und somit langwierige Debatten im Kongreß vermeiden konnte. Das Wirtschaftsreformgesetz wurde später jedoch auch vom brasilianischen Parlament unterstützt.

Tabelle 1 - Gesamtwirtschaftliche Indikatoren, Brasilien 1981-1985 (Jahresdaten)

Wirtschaftsindikatoren	1981	1982	1983	1984	1985 (a)
Reales Bruttoinlandprodukt pro Kopf (US-\$)	1 600,3	1 580,4	1 495,8	1 528,7	1 618,7
Realer Zuwachs des Bruttoinlandproduktes (vH)	-1,6	0,9	-3,2	4,5	8,3
Reales Wachstum nach Sektoren (vH)					
Landwirtschaft	6,4	-2,5	-2,5	2,2	8,8
Industrie	-5,5	0,6	-6,8	5,9	9,0
Transport und Kommunikation	0,2	5,6	5,6	6,5	4,6
Veränderung der Geldmenge M1 (vH)	82,7	68,4	95,2	123,9	239,8
Konsumentenpreisindex (b) (vH)	105,6	98,0	142,0	204,1	238,7
Reallohn (b) (vH)	n.v.	n.v.	-14,2	-13,6	5,3
Wechselkurs (b) (vH)	95,1	97,7	289,4	223,6	229,5
Handelsüberschuß (Mrd. US-\$)	1,2	0,8	6,5	13,2	12,4
Auslandsschuld (Mrd. US-\$)	74,1	83,2	91,6	100,2	100,9
(a) Vorläufige Daten. - (b) Jahresdurchschnittliche Änderung. - n.v. = nicht verfügbar.					

Quelle: International Currency Review [1986]; Suma Económica [1986].

Richtungen, von Handel, Industrie, Banken und Konsumenten geradezu euphorisch aufgenommen sowie von der (in- und ausländischen) Presse begeistert gefeiert. Lediglich die Gewerkschaften schätzten die Reformmaßnahmen zurückhaltend ein. Nachdem alle bisherigen Programme der Regierung - einschließlich des letzten Versuches, die Inflation durch Wachstum zu bekämpfen - fehlschlagen, stellt sich die Frage, inwieweit der gegenwärtige Optimismus im "Krieg gegen die Inflation" einer kritischen Überprüfung aus ökonomischem Blickwinkel standhält. Hierzu werden im folgenden die Maßnahmen im einzelnen dargestellt und bewertet, die Erfolgchancen des Stabilisierungsprogrammes abgeschätzt, die wirtschaftliche Entwicklung

nach dem Cruzado-Plan skizziert, die jüngste wirtschaftspolitische Korrektur (Plano de Metas) diskutiert sowie ein Ausblick gegeben.

## II. Die einzelnen Maßnahmen und ihre Bewertung

### 1. "Währungsreform"

Mit dem Inkrafttreten der Wirtschaftsreform wurde eine neue Währung, der Cruzado, geschaffen. 1 Cruzado (Cz-\$) entspricht 1 000 bisherigen Cruzeiros. Bis zum endgültigen Umtausch, der bis Februar 1987 abgeschlossen sein soll, gelten noch die alten Banknoten. Die Umrechnung der beiden Währungen erfolgt nach einer Tabelle, in der das tägliche Tauschverhältnis festgelegt ist.

Die Schaffung einer neuen Währung sollte in der Bevölkerung zusätzlich Vertrauen in das ökonomische Reformpaket bzw. in die Geldwertstabilität schaffen (Sarney: "der Cruzado ist so stark wie der US-\$"). Von einer Währungsreform im engeren Sinne kann jedoch im Falle des Cruzado-Planes keine Rede sein. Zwar erleichtert das Streichen von drei Nullen die Verwendung der brasilianischen Währung als Recheneinheit (obwohl hierdurch auch erhebliche Umstellungskosten in der Wirtschaft und vor allem im Bankenbereich anfallen). Ob das Vertrauen in den Cruzado als Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel hergestellt wird, hängt jedoch vor allem von der Geldwertstabilität der neuen Währung ab. Wesentliche Elemente einer Währungsreform, wie sie z.B. in Deutschland im Jahre 1923 zur Beendigung der Hyperinflation durchgeführt wurde, fehlen jedoch in dem vorgelegten Programm. So erfolgten damals drastische Kürzungen der Staatsausgaben und das neu sowie stark limitiert ausgegebene Geld - die Rentenmark - durfte nicht zur Finanzierung des Staatshaushaltes verwendet werden (1). Diese Elemente einer echten Währungsreform, die an den Ursachen der hyperinflationären Entwicklung ansetzen, fehlen jedoch beim Cruzado-Plan.

---

(1) Auch im Fall der argentinischen Wirtschaftsreform (Austral-Plan) wurden Maßnahmen zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte zumindest angekündigt - tatsächlich erhöht wurden vor allem die öffentlichen Tarife - und nach informellen Verlautbarungen soll es auch der argentinischen Zentralbank nicht mehr erlaubt sein, die Regierungsausgaben zu finanzieren.

## 2. Einfrieren der Preise

Als zentrale Maßnahme der Inflationsbekämpfung innerhalb des ökonomischen Reformpaketes wird von der brasilianischen Regierung das Einfrieren der Preise für die wichtigsten Industrieerzeugnisse, Agrarprodukte und Dienstleistungen sowie der öffentlichen Tarife - und zwar auf unbestimmte Dauer - angesehen. Hierzu wurde eine Liste mit staatlich fixierten Preisen für über 500 Produkte veröffentlicht (1). Inzwischen sind auch die Gebühren der Banken, die Honorare der Ärzte und die Schulgelder tabelliert. Preiskontrollbehörden und Bundespolizei wurden aufgerufen, streng darauf zu achten, daß keine Preiserhöhungen erfolgen. Insbesondere die Bevölkerung wurde aufgefordert, als "Preisinspektor" aktiv bei der Einhaltung der Preisvorschriften mitzuwirken und Verstöße bei den zuständigen staatlichen Stellen zu melden. Dabei können Geldstrafen verhängt bzw. die betroffenen Geschäfte geschlossen werden.

Das Einfrieren der Preise ist sicherlich die schwächste Stelle der jüngsten brasilianischen Wirtschaftsreform und läßt erhebliche Zweifel am längerfristigen Erfolg des Stabilisierungsprogrammes aufkommen. Der über zwei Jahrzehnte anhaltende Inflationsprozeß hat zusammen mit den umfangreichen politischen Eingriffen in den Preisbildungsprozeß beträchtliche Verzerrungen geschaffen, und zwar in der Entlohnung der Produktionsfaktoren, der Allokation der Ressourcen zwischen den Sektoren und Regionen wie auch in den relativen Preisen für Güter und Dienstleistungen, gleichviel ob diese konsumiert oder exportiert werden. Diese Preisverzerrungen wurden durch den Cruzado-Plan nicht aufgehoben, sondern durch das Einfrieren der Preise lediglich zementiert. Darüber hinaus sind mit den verfügbaren Preisfestsetzungen eine Reihe weiterer Probleme verbunden.

Ein erster Kritikpunkt betrifft die Praxis der Preisfestsetzungen. Angesichts der Größe des Landes (2) spielen Transportkosten eine erhebliche Rolle bei der Preisgestaltung. Selbst nach Bundesstaaten differenzierte, sonst aber einheitlich festgesetzte Verbraucherpreise erlauben keine adäquate Berücksichtigung dieses Kostenelements in den Endpreisen. Insbesondere für Agrarprodukte gilt, daß die Preise saisonalen Schwankungen unterliegen, die bei einer Durchschnittspreisgestaltung

---

(1) Die festgesetzten Preise wurden vom Finanzministerium als bundesstaatliche Durchschnittswerte der Preise im Januar und Februar ermittelt.

(2) Brasilien ist flächenmäßig das fünftgrößte Land der Erde (8 512 Mio. km<sup>2</sup>). Die Bevölkerung wird gegenwärtig auf über 135 Mio. Menschen geschätzt.



auf der Basis von zwei Monaten kaum dem über das Jahr stark schwankenden Angebotsverhältnis gerecht werden können. Somit ist es sehr wahrscheinlich, daß immer mehr Waren gar nicht im normalen Handel angeboten werden (dies war in einzelnen Stadtteilen von Sao Paulo bereits wenige Tage nach der Reform z.B. für Rindfleisch und Milch der Fall) und sich für diese Produkte Schwarzmärkte mit entsprechend höheren Preisen bilden werden. Des weiteren ist zu vermuten, daß sich die angebotene Produktpalette sowohl qualitätsmäßig als auch hinsichtlich der Breite des Angebots zunehmend verschlechtert. Hinzu kommt, daß bei der Vielfalt der in Brasilien angebotenen Waren keine hinreichend spezifischen Preisangaben differenziert nach Qualität, Hersteller usw. erfolgen kann (1), wodurch erhebliche (Preis-)Unsicherheit erzeugt und die Kontrolle der Preisvorschriften erheblich erschwert wird.

Ein weiterer Kritikpunkt betrifft denn auch die Durchsetzbarkeit der staatlich fixierten Preise. Bereits vergangene Versuche in Brasilien, staatlich festgesetzte Preise für bestimmte Produkte durchzusetzen, haben gezeigt, daß sich die staatliche Preiskontrollbehörde (SUNAB) als ineffizient und mangelhaft erwiesen hat (2). Bei den nun erfolgten Preisregulierungen - den umfassendsten seit Jahrzehnten -, wäre eine hocheffiziente, umfangreiche und sehr kostenträchtige Bürokratie erforderlich, um deren effektive Kontrolle zu gewährleisten (3). Bereits die in den ersten Tagen nach der Reform aus der Bevölkerung eingegangene Flut von Beschwerden konnte weder administrativ noch strafverfolgungsmäßig bewältigt werden. Justiz und Polizei werden deshalb kaum in der Lage sein, systematisch Preiserhöhungen zu verhindern und eine jährliche Inflationsrate von 5 bis 10 vH dürfte deshalb kaum mehr als eine Illusion der Regierung sein.

Ein letzter Kritikpunkt setzt an der Überlegung an, daß aus den beschriebenen Gründen ein längerfristiges Einfrieren der Preise nicht möglich sein wird. Damit werden jedoch zunehmend Erwartungen genährt, daß eines Tages die Preiskontrol-

- 
- (1) So wird z.B. bei Seife nur zwischen gewöhnlicher und Luxusseife unterschieden, wobei der Preis für letztere auf 1,70 Cz-\$ festgeschrieben wurde, und zwar unabhängig vom Hersteller, ob die Seife flüssig oder fest ist bzw. welche Duftnote sie hat.
  - (2) Auch die erwogene nachträgliche Kontrolle der Preisvorschriften durch die Steuerbehörden dürfte auf unüberwindbare administrative Schwierigkeiten stoßen.
  - (3) Hier muß daran erinnert werden, daß es keinem demokratisch regierten Land jemals gelungen ist, über längere Zeit staatliche Preisfixierungen durchzusetzen.

len wieder aufgehoben werden müssen. Werden die jetzt staatlich festgeschriebenen und eingefrorenen Preise nach und nach freigegeben, ist eine neue Preisexplosion sehr wahrscheinlich. Obwohl zu erwarten ist, daß die Regierung versucht, den Preisstopp bis zu den Wahlen zur Verfassungsgebenden Versammlung im November durchzuhalten, könnte eine vorzeitige Lockerung des Preisstopps notwendig werden, um rezessive Tendenzen zu vermeiden. Beim schwierigen Auftauen der Löhne und Preise wird sich dann auch zeigen, ob die Inflationsquellen tatsächlich verstopft worden sind, was bezweifelt werden muß (vgl. im einzelnen dazu Abschnitt III).

### 3. *Desindexierung der Wirtschaft*

Die Wirtschaftsreform beinhaltete auch einen Bruch mit dem seit über 20 Jahre geltenden System der Indexierung von Einkommen und Vermögen. Bisher wurden Löhne, Zinsen, Mieten und Grundstücksrenten alle sechs Monate automatisch an die jeweilige Inflationsrate angepaßt. Obwohl das brasilianische Experiment mit Indexklauseln einige Verzerrungen, die im allgemeinen mit hohen Inflationsraten verbunden sind, abschwächte [Schwarz, Ahnefeld, 1975], förderte das Index-Denken doch die Inflationsgewöhnung und hat - in Abwesenheit einer konsequenten Stabilisierungspolitik - wesentlich zu der jüngsten hyperinflationären Entwicklung in Brasilien beigetragen [Fischer, 1986, S. 441 ff.].

Wichtigster Bereich der Desindexierung der Wirtschaft sind die bisher auf monatlicher Basis wertberichtigten Anleihen des brasilianischen Schatzamtes (ORTN's), durch deren Ausgabe der Staat in der Vergangenheit überwiegend seine Ausgaben finanziert hat. Der Wert der ORTN's variierte monatlich mit der Inflationsrate - und es gab kaum einen Finanzvertrag, der nicht in ORTN's bzw. der ihnen zugrunde gelegenen konstanten Kaufkrafteinheit (UPC) ausgedrückt war. Die ORTN's wurden nun durch Staatsanleihen ohne Wertberichtigung (OTN's) ersetzt, ihr Wert auf ein Jahr (bis März 1987) festgeschrieben (106,4 Cz-\$) und mit 6% verzinst. Nur für OTN's mit einer Laufzeit von über einem Jahr ist eine Wertberichtigung auf der Basis der Veränderungen des Konsumentenpreisindex vorgesehen.

Die Desindexierung gilt jedoch auch noch für andere Bereiche wie z.B. für Finanzierungsverträge mit einer vorfixierten Geldwertkorrektur. Außer den Sparguthaben werden sämtliche andere Spararten nicht mehr voll an die Inflation angepaßt.

Mietverträge dürfen nur noch mit mindestens jährlicher Laufzeit abgeschlossen werden, wobei der Mietzins unveränderlich bleiben muß. Dies gilt auch für die Ratenzahlungen der Eigenheime.

Eine vollständige Desindexierung des Finanzmarktes hätte die monetäre Korrektur für alle Finanzaktiva abschaffen müssen. Ausgenommen von der Desindexierung wurden jedoch - aus psychologischen und politischen Motiven - die Guthaben auf Sparkonten (1). Für diese gilt weiterhin eine an der Inflationsrate (2) orientierte Wertberichtigung. Außerdem wurde für Sparguthaben ein jährlicher Zinssatz von 6% festgelegt, wobei die Zinsen allerdings nicht mehr - wie bisher - monatlich, sondern nur noch alle drei Monate gutgeschrieben werden.

Auch wenn die Demontage des Indexierungssystems einen wichtigen Beschleunigungsmechanismus der Inflation zum Versiegen bringt, muß doch befürchtet werden, daß durch den Abbau der Geldwertkorrektur für alle anderen Bankeinlagen das für ein anhaltendes Wachstum ohnehin schon ungenügende Sparvolumen weiter abnimmt (3). Immerhin ist es mit der weitgehenden Indexierung von Finanzaktiva in der Vergangenheit gelungen, einen hohen Bestand an Ersparnissen in Form von staatlichen Wertpapieren, Bankeinlagen und unfreiwilligen Ersparnissen zu mobilisieren. Ohne Indexklauseln und bei der immer noch bestehenden Inflationsangst werden die Sparer jedoch kaum bereit sein, sich an Finanztitel mit längerer Laufzeit zu binden. Entsprechend dürften auch nur kurzfristige Kredite zur Verfügung stehen.

Mit dem Abbau der Indexierung von Finanzverträgen war die schwierige Frage nach der Höhe des Zinssatzes verbunden. Bezüglich der Gestaltung der Kreditzinssätze im Rahmen des Stabilisierungsprogrammes blieben die Aussagen der Regierung zunächst sehr vage. Die brasilianische Zentralbank vereinbarte mit dem Bankensektor einen Zinssatz zwischen 27 und 30% als verbindlich (gegenüber einem jährlichen Zinssatz von real 35% im Jahre 1985). Dabei ging die Regierung davon aus, daß die Banken von sich aus die Zinsen senken würden, wobei man eine Zins-

- 
- (1) Offensichtlich befürchtete die Regierung, daß die Reformmaßnahmen eine Plünderung der Sparkonten hätte bewirken können, wodurch auch das System der Wohnungsbaufinanzierung (BNH) stark in Mitleidenschaft gezogen worden wäre.
  - (2) Maßgebend ist die Änderung des von einer staatlichen Behörde (IBGE) festgelegten neuen Konsumentenpreisindex (IPCA).
  - (3) Offen bleibt auch die Frage, ob die freiwerdenden finanziellen Ressourcen wirklich in produktive Bereiche umgelenkt werden.

rate von 15% im Hinblick auf den Investitionsbedarf der Wirtschaft als "angemessen" hielt. Falls die Zinssenkung nicht eintreten wird, drohte die Regierung mit einer tabellarisch geregelten Zinsreduktion. Es wurde angenommen, daß sich die Banken durch die Remonetisierung der Wirtschaft über Sichteinlagen relativ "billig" refinanzieren könnten, so daß eine ausreichende Zinsspanne übrig bliebe, um die anfallenden Kosten zu decken.

Die zinspolitischen Vorstellungen der Regierung können zu einer weiteren Achillesferse für die Wirtschaftsreform werden. Die Zinssätze sind bekanntlich besonders empfindliche Parameter des wirtschaftlichen Geschehens. Da die Finanzströme relativ schnell auf Knappheitssignale reagieren, Investitionen in Sachkapital stark von den Finanzierungsbedingungen abhängen und schließlich der heimische Sparwille entscheidend vom Zinsniveau beeinflusst wird, kann ein dirigierter Zinssatz, der nicht die Angebots- und Nachfragebedingungen auf den Finanzmärkten widerspiegelt, sich sehr destabilisierend auf die wirtschaftliche Entwicklung auswirken. Die Unsicherheit der Regierung in der Zinsfrage zeigt besonders deutlich die Grenzen der Möglichkeit, Knappheitspreise per Dekret zu verordnen.

#### *4. Lohnpolitische Maßnahmen*

Löhne und Gehälter wurden bei Inkrafttreten des neuen Wirtschaftsprogrammes nicht wie bei ähnlichen Reformen in Israel und Argentinien unmittelbar eingefroren. Ausstehende Lohnangleichungen erfolgten noch auf der Basis der Inflation der vorangegangenen sechs Monate zuzüglich 8 vH als Ausgleich für den Produktivitätszuwachs. Gleichzeitig wurde eine automatische Lohnanpassung verfügt, die immer dann erfolgen soll, wenn künftig die Inflation die 20 Prozent-Marke überschreitet (1). Der Mindestlohn wurde um 16 vH auf 804 Cz-\$ (etwa 60 US-\$)/Monat angehoben und bis März 1987 eingefroren. Außerdem wurden Änderungen des Arbeitsrechts angekündigt (neues Streikrecht sowie Einschränkungen der Kündigungsmöglichkeiten).

---

(1) Ursprünglich sollten die Löhne von den Arbeitgebern und Arbeitnehmern frei ausgehandelt werden, ohne jedoch reale Zuwachsraten von 4,7 vH zu überschreiten.

Der Cruzado-Plan verspricht außerdem erste Schritte zur Erfüllung einer alten Forderung der brasilianischen Gewerkschaften - nämlich die Einführung einer Arbeitslosenversicherung. Um diese in Anspruch nehmen zu können, muß der Arbeitnehmer in den letzten vier Jahren für mindestens 36 Monate Sozialversicherungsbeiträge geleistet haben. Die längste Periode, für die die Arbeitslosenversicherung in Anspruch genommen werden kann, soll vier Monate betragen. Die Höhe des Arbeitslosengeldes wird vom letzten Einkommen des Begünstigten abhängen, jedoch in keinem Falle niedriger als 70 vH des Mindestlohnes sein. Bis Ende 1986 wird der Staat die Kosten der Arbeitslosenversicherung übernehmen und ab 1987 werden diese von Arbeitgebern und Arbeitnehmern zu tragen sein. Nähere Einzelheiten zur Finanzierung und zu den Auszahlungsmodalitäten des Arbeitslosengeldes sollen vom Arbeitsministerium noch bekannt gegeben werden.

Die lohn- und arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen bedeuten eine starke Belastung für die Ertragssituation der Unternehmen. Nachdem sich bereits 1985 die realen Löhne deutlich erhöht hatten, ist der Lohnkostendruck nach dem Cruzado-Plan noch größer geworden. Da die zusätzlichen Lohnkosten angesichts der Fixierung der Endpreise nicht überwältzt werden können, ist kaum zu erwarten, daß die Unternehmen ihre Produktionskapazitäten erweitern nachdem der Vollauslastungsgrad erreicht ist. Insofern sind Angebotsengpässe und Versorgungsschwierigkeiten bereits vorprogrammiert. Außerdem ist zu befürchten, daß arbeitsintensive Exporte angesichts des festgefrorenen Wechselkurses zunehmend an Wettbewerbsfähigkeit verlieren. Schließlich kommen auf die Unternehmen durch die anvisierte Arbeitslosenversicherung zusätzliche Belastungen im Bereich der Lohnnebenkosten des Haushalts zu und auch der Staatshaushalt wird durch die eingegangene Verpflichtung stark in Anspruch genommen.

### 5. Wechselkurspolitik

Das bisher praktizierte System der in regelmäßigen Abständen erfolgenden Miniabwertungen wurde abgeschafft und der Wechselkurs des Cruzados gegenüber dem US-\$ für unbestimmte Zeit auf dem Niveau von 13,84 Cz-\$ eingefroren. Wechselkursänderungen sollen immer dann vorgenommen werden, wenn es der Zentralbank "angemessen" erscheint, ohne daß Maxiabwertungen vorgesehen sind. Bevor die Reformmaßnahmen verkündet worden sind, war der Cruzeiro im Februar gegenüber

dem US-\$ noch in 18 Schritten um insgesamt 12,2 vH abgewertet worden. Die Festlegung des neuen Kurses war jedoch mit keinem zusätzlichen Abwertungseffekt verbunden.

Die unflexible wechselkurspolitische Strategie beinhaltet angesichts einer wahrscheinlichen Residualinflation sowie der automatischen Lohnanpassung das Risiko einer Überbewertung des Cruzados mit entsprechend negativen Folgen für die Exportentwicklung. Diese potentielle Gefahr wird gegenwärtig lediglich etwas durch die niedrigeren Ölpreise und die sinkenden internationalen Zinssätze sowie die Schwäche des US-\$ gemildert. Es muß jedoch daran erinnert werden, daß ein überbewerteter Wechselkurs in der Vergangenheit häufig der Pferdefuß von Stabilisierungsprogrammen in Lateinamerika gewesen ist. Dies gilt für den Plan von Sergio Castro (1976/77) in Chile, die Politik von Martínez de Hoz in Argentinien (1976-81), sowie für das Austeritätsprogramm der mexikanischen Regierung im Jahre 1983. Auch der Erfolg des von Raúl Alfonsín im Juni 1985 in Argentinien initiierten Austral-Planes ist durch einen überbewerteten Wechselkurs bedroht.

### III. Kosmetik von Krisensymptomen oder Ursachentherapie?

Bei einer Gesamtsicht des Cruzado-Planes gewinnt man den Eindruck, daß die brasilianische Regierung glaubt, durch den Währungsschnitt, den Preis- und Lohnstopp sowie die Desindexierung der Wirtschaft die Inflationsentwicklung in den Griff bekommen zu können (1). Die früheren Erfahrungen mit Hyperinflationen in Österreich (1921/22), Deutschland (1922/23), Ungarn (1923/24 sowie 1945/46) und Polen (1923/24) zeigen jedoch, daß dies sehr unwahrscheinlich ist. In diesen Ländern hat nicht ein Währungsschnitt, sondern eine Währungsreform zum Erfolg geführt, die die Rückkehr zu einer soliden Haushaltspolitik sowie die Autonomie der Zentralbank einschloß [vgl. Lutz, 1949; Wallich, 1955; Vaubel, 1983; Dornbusch, Fischer, 1986] (2).

- 
- (1) Für den Versuch, das brasilianische Stabilisierungsexperiment ("heterodoxer" Schock) theoretisch zu begründen, siehe Lopes [1986], der auch als maßgeblicher Architekt des Cruzado-Planes gilt.
  - (2) Ein besonders eindrucksvolles Beispiel, das die Durchführbarkeit eines solchen Vorhabens beweist, sind die Ereignisse in Deutschland vom Oktober 1923 an, als man auf diesem Wege innerhalb eines Jahres die monatliche Inflationsrate,

Insbesondere das Haushaltsdefizit, das in diesen Ländern überwiegend durch die Notenpresse finanziert wurde, hat auch in Brasilien dazu beigetragen, daß sich die Inflationsspirale immer schneller gedreht hat. Wie am Beispiel der hyperinflationären Entwicklung in Argentinien gezeigt werden konnte [Fischer, Hiemenz, Trapp, 1985], ergibt sich diese Beschleunigung dadurch, daß die vom Staat über die Inflationsrate besteuerte Geldbasis im Verlaufe einer galoppierenden Inflation real schrumpft und ein über die Inflationssteuer zu finanzierendes Defizit - selbst wenn dieses unverändert bleibt - immer höhere Inflationsraten erforderlich macht. Das Fehlen eines klaren Sanierungskonzeptes für den brasilianischen Staatshaushalt sowie unzureichende Vorstellungen über dessen zukünftige Finanzierung zeigen, daß dem Cruzado-Plan keine Ursachenanalyse für die hyperinflationäre Entwicklung zugrunde lag.

Die einzigen Maßnahmen, die von der brasilianischen Regierung angekündigt wurden, um den Staatshaushalt zu sanieren und die Kontrolle der monetären Expansion zu erhöhen, sind die Zusammenlegung der bisher getrennt erstellten drei staatlichen Budgets (Regierungsbudget, Budget der öffentlichen Banken und Budget der Staatsbetriebe), eine klarer definierte Aufgabenverteilung zwischen der Zentralbank und der staatseigenen Banco do Brasil sowie ein anvisiertes Privatisierungsprogramm für staatliche Unternehmen. Konkrete Schritte, diese Vorhaben zu verwirklichen, sind bisher jedoch noch nicht unternommen worden.

Die seit der Bekanntgabe des Cruzado-Planes veröffentlichten Zahlen über das Haushaltsdefizit des Staates sind sehr widersprüchlich und wenig glaubwürdig (1). Dies gilt insbesondere für den Hinweis der Regierung unmittelbar nach der Verkündung der Wirtschaftsreform, daß die Staatsfinanzen saniert seien. Diese Angabe muß jedoch bezweifelt werden, betrug doch im Dezember 1985 das operationale

---

die fünfstellig war, auf unter 1 vH drücken konnte. So wurde der Personalbestand im öffentlichen Dienst um 25 vH abgebaut, und die realen Bezüge der Staatsbediensteten um 30 vH gesenkt. Auch die Notwendigkeit einer autonomen Zentralnotenbank, die eine eigene Geldpolitik unabhängig von der Regierung verfolgen und sich am stabilen Wert der neuen Währung orientieren kann, wurde damals in Deutschland beherzigt.

- (1) So wurde z.B. in einem nicht veröffentlichten Regierungsdokument das Defizit der Staatsunternehmen auf 67,1 Mrd. Cz-\$ beziffert [O Estado de São Paulo vom 12.7.1986]. Späteren Verlautbarungen der Regierung zufolge sollte das Defizit nur noch 10 bis 15 Mrd. Cz-\$ betragen. Im Juli schließlich wurde das Defizit der Staatsunternehmen mit 1 Mrd. Cz-\$ bekanntgegeben. Es bleibt jedoch unerklärt, wie trotz rückläufiger Einnahmen und höherer Ausgaben der geringere Finanzierungsbedarf zustande gekommen ist.

Defizit des Staatshaushaltes (1) - selbst nach offiziellen Angaben - noch 3,7 vH des Bruttosozialproduktes (gegenüber 1,6 und 2,9 vH in den Jahren 1984 bzw. 1983). Vielmehr ist zu vermuten, daß der Fehlbetrag in der öffentlichen Kasse kräftig angestiegen ist und sich noch weiter erhöhen wird. Hierfür können folgende Gründe angeführt werden:

Auf der Einnahmenseite sind die Effekte der Steuerreform vom vergangenen Dezember (2) sowie die Mehreinkünfte aus dem konjunkturellen Aufschwung durch den Cruzado-Plan weitestgehend neutralisiert worden. Wie Schätzungen der Universität Campinas ergeben haben, dürften die Mindereinnahmen aus den durch die Wirtschaftsreform stark reduzierten Finanzoperationen einen Rückgang der ordentlichen Einnahmen des Staates um rund ein Zehntel verursacht haben [NZZ, 1986]. Hinzu kommt, daß die öffentlichen Tarife - insbesondere die Energiepreise und die öffentlichen Verkehrstarife - sowie andere politisch administrierte Preise vor Erlass der neuen wirtschaftspolitischen Richtlinien nicht voll an die hochinflationäre Entwicklung angepaßt worden waren.

Andererseits sind bei den staatlichen Ausgaben keine nennenswerten Entlastungen erkennbar. Viele der ineffizienten staatlichen Unternehmen verursachen weiterhin hohe Verluste (vor allem im Stahlsektor), der überdimensionierte Personalbestand im öffentlichen Bereich (vor allem im Bankensektor) wurde nicht abgebaut und das Alkoholtreibstoffprogramm ist zunehmend auf hohe finanzielle Zuschüsse angewiesen. Hinzu kommen Belastungen, die im Zusammenhang mit der Arbeitslosenversicherungsicherung (3) sowie der Durchführung der Agrarreform anfallen werden. Da außerdem die Gewinnmargen der privaten Unternehmen durch den Cruzado-Plan nicht übermäßig gedrückt werden sollen, ist damit zu rechnen, daß von den durch die Preiseinfrierung besonders betroffenen Unternehmen ausdrückliche Unterstützung durch den Staat bzw. Steuererleichterungen gefordert werden. Dies gilt insbesondere für Sektoren wie die Nahrungsmittelverarbeitung sowie die Pharma-, Auto- und Getränkebranche. Für die Molkereien zum Beispiel hat die Regierung inzwischen bereits ein umfangreiches Subventionsprogramm beschlossen.

- 
- (1) Ohne monetäre und wechselkursmäßige Korrekturen der finanziellen Salden des Staates.
  - (2) Das Steuerpaket hat vor allem zu einer Erhöhung der Einnahmen aus der Körperschaftssteuer geführt.
  - (3) Die Belastungen, die im Zusammenhang mit der Arbeitslosenversicherung für das Jahr 1986 anfallen können, werden auf fast 8 Mrd. Cz-\$ geschätzt.



Schließlich muß auch gefragt werden, ob die öffentlichen Einnahmen ausreichen können, um die internen Schulden zu bedienen, die inzwischen auf etwa 106 Mrd. US-\$ beziffert werden, das sind 47 vH des Bruttosozialproduktes. Für die Vermutung, daß das staatliche Defizit in absehbarer Zeit eher noch zunehmen wird, spricht auch, daß die Regierung angesichts der im November bevorstehenden Wahlen zur Verfassungsgebenden Versammlung und in den Länderparlamenten zu zusätzlichen Ausgabenprogrammen neigen dürfte.

Wie wenig ein Stabilisierungskonzept, das lediglich an den Symptomen und nicht an den Ursachen der wirtschaftlichen Instabilität ansetzt, ausrichten kann, läßt sich am Beispiel des inzwischen vierzehn Monate alten Anti-Inflationsprogramm in Argentinien belegen. Auch der sogenannte Austral-Plan beinhaltete einen (neunmonatigen) Lohn- und Preisstopp, der nicht zu dem erhofften Erfolg in der Inflationsbekämpfung geführt hat. Nachdem die Preiskontrollen gelockert worden waren, öffneten sich auch wieder die Schleusen für die Teuerungswelle und bescherten Argentinien im Juli und August dieses Jahres monatliche Inflationsraten in Höhe von 6,8 bzw. 9 vH, womit die Angst vor einem Wiederaufleben der Hyperinflation neu geschürt wurde. Auch in Argentinien wurde versäumt, ein in sich konsistentes Stabilisierungsprogramm mit wirtschaftlich notwendigen strukturellen Änderungen durchzusetzen (1). Entsprechend müssen die Erfolgsaussichten des Cruzado-Planes, der eine eher schwächere Fassung des Austral-Planes darstellt, pessimistisch eingeschätzt werden.

#### IV. Die wirtschaftliche Entwicklung nach dem Cruzado-Plan

Die kritische Einschätzung des Cruzado-Planes, die in den vorangegangenen Abschnitten abgegeben wurde, wird durch die Wirtschaftsdaten, die für die ersten 120 Tage nach der Reform verfügbar geworden sind, weitgehend bestätigt.

Als größter Erfolg des Cruzado-Planes wurde von der Regierung angeführt, daß im März - zum ersten Mal seit 50 Jahren - die Verbraucherpreise sich nicht erhöht

---

(1) Ein solches Stabilisierungs- und Reaktivierungskonzept für die argentinische Wirtschaft wurde von Fischer, Hiemenz und Trapp [1985] vorgelegt. Eine Zusammenfassung der Reformvorschläge findet sich bei Donges [1985].

haben, sondern sogar leicht gesunken sind (Tabelle 2). Die negative Inflationsrate von -0,1 vH dürfte jedoch in erster Linie einen statistischen Effekt ausdrücken, da der Berechnung der Inflationsrate ein neuer Verbraucherpreisindex zugrunde gelegt wurde. Im April und Mai hat sich die Inflationsrate auch bereits wieder beschleunigt (monatliche Änderung des Verbraucherpreisindex 0,8 bzw. 1,4 vH), so daß angesichts der staatlich dekretierten und überwachten Preisstopps hier wohl kaum von "Erfolg" gesprochen werden kann. Auch im Juni lag die monatliche Änderung des Konsumentenpreisindex mit 1,3 vH deutlich über der anvisierten Null-Inflation, wobei insbesondere die schwer kontrollierbaren Preise für Kleidung

Tabelle 2 - Gesamtwirtschaftliche Indikatoren, Brasilien 1986 (Monatsdaten)

Wirtschaftsindikatoren	Januar	Februar	März	April	Mai (a)	Juni (b)
Realer Zuwachs der Industrieproduktion (c) (vH)	8,3	9,2	8,6	9,8	n.v.	n.v.
Konsumentenpreisindex (c) (vH)	16,23	14,36	-0,11	0,78	1,40	1,70
Veränderungen der monatlichen Aggregate (d) (vH)						
M1	331,3	330,2	590,1	651,9	n.v.	n.v.
M2	288,3	302,7	371,2	370,3	n.v.	n.v.
Monetäre Basis	246,2	242,0	385,4	549,1	n.v.	n.v.
Zinssätze (CDB)						
Nominal	18,04	16,12	1,51	1,51	n.v.	n.v.
Real (e)	1,56	1,54	1,51	1,57	n.v.	n.v.
Wechselkurs gegenüber dem US-\$ (c) (vH)						
Offizieller Markt	15,9	13,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Parallelmarkt	-0,9	21,1	1,6	3,6	3,0	-1,0
(Agio)	(30,4)	(38,7)	(40,9)	(46,0)	(50,3)	(48,8)
Aktienindex/BOVESPA (c) (vH)	1,4	24,0	90,9	23,5	-11,0	-6,7
Handelsüberschuß (Mrd. US-\$)	0,704	0,719	1,143	1,286	n.v.	n.v.

(a) Vorläufige Daten. - (b) Schätzungen der Regierung. - (c) Veränderung gegenüber dem Vormonat. - (d) Änderung in 12 Monaten, Ende der Periode. - (e) Nominalzinssätze deflationiert mit der monetären Korrektur. - n.v. = nicht verfügbar.

Quelle: Suma Económica [1986].

und Gebrauchtwagen überproportional angestiegen sind (4,1 bzw. 6,0 vH) (1). Starke Preissteigerungen waren auch bei den Bauleistungen zu verzeichnen. Der offizielle Preisanstieg (IPCA) betrug schließlich im Juli bereits 1,7 vH, wenn man den Inflationseffekt der jüngst auferlegten Zwangsanleihe (siehe Abschnitt V) in die Inflationsberechnung einbezieht.

Vor allem im Konsumgütersektor ist ein beträchtlicher Inflationsstau erkennbar. Bei den Roh- und Zwischenprodukten sowie bei den von der offiziellen Preisliste nicht erfaßten Gütern haben sich die Preise in der Zwischenzeit bereits deutlich verteuert und in Bezug auf die kontrollierten Preise mehrten sich die Klagen über versteckte Preiserhöhungen; Unternehmen modifizieren ihre Produkte unwesentlich, um in höhere Preisklassen vorzustoßen (2). Andere reduzieren (unerlaubterweise) das Abfüllgewicht oder die begleitenden Dienstleistungen (3). Gelingen diese "Anpassungsmaßnahmen" nicht, werden die Produkte nicht mehr ausreichend angeboten. Bei einigen dauerhaften Konsumgütern müssen bereits lange Lieferfristen in Kauf genommen werden. Dies gilt auch für bestimmte Rohmaterialien und Vorprodukte. Wichtige Grundnahrungsmittel (z.B. Rindfleisch, Milch, bestimmte Reissorten) sowie andere Güter des täglichen Bedarfs werden teilweise überhaupt nicht mehr angeboten, was nicht wundert, wenn die Großhandelspreise vielfach höher liegen als die eingefrorenen Endverbraucherpreise.

Die durch den Cruzado-Plan ausgelöste wirtschaftliche Beschleunigung beruht - wie in den Jahren 1984 und 1985 - fast ausschließlich auf einem Boom, der von der Konsumentennachfrage ausgeht - bei allerdings weiterhin guter Exportentwicklung (4). Der Nachfrageaufschwung für Konsumgüter hat verschiedene Ursachen. Seit dem 1. März sind die Löhne und weitgehend auch die Gehälter im Mittel um

- 
- (1) Der Hinweis des statistischen Amtes, daß diese Preissteigerungen vor allem deshalb zustandekamen, daß eine unzureichende saisonale Bereinigung der Preise dieser Güter vorgenommen wurde, dürfte eher politisch als aus Sachüberlegungen heraus zu begründen sein.
  - (2) Inzwischen wird das Preisgenehmigungsverfahren für neue Produkte besonders streng von den zuständigen Behörden überwacht.
  - (3) Bei der staatlichen Preiskontrollbehörde (SUNAB) sind bis Ende Juni mehr als 38 000 Beschwerden über Verstöße gegen die Preisverordnungen eingegangen.
  - (4) Die anhaltend gute Exportentwicklung läßt sich trotz der schleichenden Aufwertung des Cruzados gegenüber dem US-Dollar mit der weltweiten Dollarschwäche aber auch damit erklären, daß aufgrund der inländischen Preiskontrollen die Unternehmen verstärkt versuchen, ihre Produkte auf ausländischen Märkten abzusetzen.

30-40 vH (in einigen Industriezweigen noch mehr) gestiegen. Die höheren Einkommen wurden vor allem zum Kauf dauerhafter Konsumgüter verwendet, was dazu führte, daß insbesondere für diese Produkte (z.B. Gebrauchtwagen und Kleidung) ein starker Druck auf die Preise entstand. Hinzu kommt die größere Liquidität, die durch die Remonetisierung der Wirtschaft entstand. Es ist aber auch nicht auszuschließen, daß vermehrt Sparguthaben aufgelöst wurden, um in Erwartung einer sich beschleunigenden Inflationsentwicklung Käufe vorzuziehen. Um die Konsumneigung zu dämpfen, wurden bereits die Kreditzinsen zum Erwerb dauerhafter Konsumgüter sowie für Personenkredite erhöht; die Höchstzinssätze für Verbraucherkredite wurden auf 3,72% monatlich festgesetzt, was einem Jahreszinssatz von 55% entspricht. Tatsächlich bezahlt wurden jedoch bei Finanzierungsgesellschaften bereits zwischen 65 und 70%.

Die Industrieproduktion ist in den ersten fünf Monaten dieses Jahres um 11,9 vH (im Vergleich zum gleichen Vorjahreszeitraum) angewachsen. Dies hat in vielen Sektoren zunächst zur Vollauslastung der Produktionskapazitäten und einem erhöhten Angebot an Arbeitsplätzen geführt. Inzwischen wird jedoch in einzelnen Bereichen die Produktion zunehmend durch fehlende Rohstoffe (vor allem Kupfer, Aluminium und Eisen), Materialien und Einzelteile behindert. Sektoren, die besonders hart vom Einfrieren der Preise betroffen waren, sahen sich gezwungen, die Produktion einzuschränken, um die Verluste gering zu halten (z.B. die pharmazeutische Industrie und die Tabakindustrie). Andere Industrien, die auf Lieferungen bestimmter Vorleistungen angewiesen sind, erhalten keine Komponenten mehr (z.B. die Automobilindustrie) und müssen deshalb ihre Produktion drosseln. Der Anteil der Industrien, die ihre Preise nach dem Inkrafttreten des Cruzado-Planes trotz eines Nachholbedarfs nicht mehr anpassen konnten, wird auf 15 vH geschätzt.

Im Bereich der dauerhaften Konsumgüter haben die Versorgungsengpässe dazu geführt, daß z.B. der Handel mit Gebrauchtwagen floriert und die Preise auf diesem Markt deutlich höher liegen als für Neuwagen. Für gebrauchte Maschinen werden bis zu 30 vH höhere Preise als für neue bezahlt (1). Die Angebotsengpässe

---

(1) Zur Zeit wird von der Regierung ein Notprogramm zum Import von Maschinen ausgearbeitet. Von der diskutierten Tarifiereduktion und Bereitstellung von Devisen sollen in den nächsten 1 1/2 bis 2 Jahren insbesondere die Sektoren begünstigt werden, die schnell expandieren bzw. einen dringenden Bedarf an technologischer Modernisierung nachweisen können.

im Nahrungsmittelbereich konzentrieren sich zur Zeit (noch) auf Milch und Rindfleisch, aber auch für andere Nahrungsmittel (Kartoffeln, Zwiebeln, Bohnen und Mais) hat sich die Angebotssituation bereits zugespitzt.

Die Knappheit an Milch und Rindfleisch hat die Regierung bereits gezwungen, ein Subventionsprogramm für die Molkereien zu erlassen und alle brasilianischen Fleischexporte zu suspendieren sowie Devisen für die Einfuhr von Rindfleisch (100 000 Tonnen aus der EG), lebendem Vieh und Milchpulver bereitzustellen. Die Gefahr, daß die Preiskontrollen weitere dirigistische Maßnahmen nach sich ziehen können, zeigt sich besonders deutlich an der Drohung der Regierung, gelagertes Kühlfleisch oder sogar Viehherden zu konfiszieren, um die Fleischversorgung zu sichern. Kein Wunder, daß sich für viele der im normalen Handel nicht mehr angebotenen Produkte Schwarzmärkte herausgebildet haben, auf denen diese zu höheren Preisen erhältlich sind. In vielen Bereichen eröffnet sich auch für Spekulanten ein weites Feld.

Die erwähnten Versorgungsschwierigkeiten zeigen deutlich, wie inkompatibel eingefrorene Preise und steigende Löhne sind; während der Cruzado-Plan die Konsumnachfrage stimulierte, fehlten in dem Programm Anreize, um der erhöhten Nachfrage durch erweiterte Produktionskapazitäten begegnen zu können.

Zum Angelpunkt für den Erfolg oder das Scheitern des Cruzado-Planes wird die private Investitionsbereitschaft in produktive Bereiche werden. Nicht nur bei den Konsumgüterproduzenten und im Einzelhandel nehmen die Klagen zu, daß die Gewinne aufgrund des nicht überwälzbaren Kostendrucks deutlich geschmälert werden. Zwar nähert sich aufgrund des anhaltenden Nachfragebooms vor allem für langlebige Konsumgüter die Produktion der Vollausslastung; es ist jedoch nicht erkennbar, daß sich die Neigung für neue Anlageinvestitionen deutlich erhöht hat. Die Investitionstätigkeit, die sich zwischen Januar und Mai um etwa 23 vH erhöhte (im Vergleich zu 21 vH für den gleichen Vorjahreszeitraum), scheint sich vielmehr - mit Ausnahme einiger Sektoren (z.B. die Textilindustrie) - auf produktivitätssteigernde Maßnahmen zu beschränken. Hierzu zählen die Modernisierung von Produktionsanlagen, Rationalisierungen des Produktionsablaufes sowie Maßnahmen zur Überwindung von "bottlenecks" in der Produktion, während Produktionskapazitäten nur selten ausgeweitet werden.

Ankündigungen der Industrie, die Investitionen kräftig zu erhöhen (1), werden denn auch an die Erwartung einer flexibleren Handhabung des Preisstopps oder andere Erleichterungen etwa im Steuerbereich gebunden, die eine Schmälerung der Gewinnmargen ausgleichen. Die mit dem Cruzado-Plan verbundenen Preiskämpfe zwischen verarbeitender Industrie, deren Zulieferern und dem Handel haben nämlich zu starken Einbrüchen in den Erträgen vieler Unternehmen geführt. Vor allem die verarbeitende Industrie steht unter dem Forderungsdruck der Zulieferer von Rohmaterialien und echter Materialknappheit. Angesichts der bestehenden Preiskontrollen sowie des zunehmenden Drucks von seiten der Lohn- und Finanzierungskosten ist deshalb kaum zu erwarten, daß sich die tatsächliche Investitionstätigkeit deutlich erhöhen wird.

Die Finanzierungskosten sind gegenwärtig für viele potentielle Investoren prohibitiv hoch. Seit dem Cruzado-Plan sind die Kreditzinssätze von 26% auf gegenwärtig etwa 43% gestiegen. Hiervon betroffen sind insbesondere jene Unternehmen, die mit einer niedrigen Eigenkapitalbasis ausgestattet sind. Aufgrund der geschmälernten Gewinnsituation wird auch die Selbstfinanzierung immer schwieriger. Kapitalerhöhungen über die Börse sind nur für verhältnismäßig wenige Unternehmen ein Ausweg aus der Finanzierungsklemme.

Eine weitere Unsicherheit für die Investitionstätigkeit der privaten Unternehmen ergibt sich aus der zunehmenden Nervosität an der Lohnfront. Die Streiks, in denen Lohnerhöhungen bis zu 30 vH, Arbeitszeitverkürzungen auf 40 Stunden pro Woche und Arbeitsplatzsicherheit gefordert werden, haben in den letzten vier Monaten kräftig zugenommen. Alleine im Mai gab es 115 Streiks, an denen über 500 000 Arbeitnehmer (vor allem die am besten organisierten Metallarbeiter) beteiligt und wovon 302 Unternehmen betroffen waren. Die Streikwelle hat sich auch im Juni und Juli fortgesetzt und erhebliche Produktionseinbußen verursacht. Dabei ist zu erwarten, daß der Streikdruck eher noch zunehmen wird, nachdem die beiden (bisher) rivalisierenden Dachverbände der Gewerkschaften (CUT und CGT) für die nächste Zeit Initiativen angekündigt haben, die Streiks flächendeckend zu gestalten. Die Regierung hat sich bisher aus den Arbeitskämpfen herausgehalten und dies

---

(1) So hat der Dachverband der brasilianischen Industrie (CNI) für die nächsten drei Jahre Investitionen in Höhe von 4 Mrd. US-\$ angekündigt, und zwar schwerpunktmäßig in der Kraftfahrzeugindustrie einschließlich Kfz-Teile- und Traktorenhersteller sowie in der Chemie- und Düngemittelproduktion.

dies mit der neu geschaffenen "Tarifautonomie" begründet, die angesichts der nicht vorhandenen Preiserhöhungsspielräume allerdings eine starke Asymmetrie aufweist.

Insgesamt zeigt die jüngste Entwicklung eine paradoxe Situation. Mit den eingefrorenen Preisen üben die Lohnsteigerungen (und die hohe Liquidität) einen kräftigen Druck auf die Nachfrage und Herstellungskosten aus. Zur gleichen Zeit reduzieren Hersteller ihre Produktion, um die Verluste zu beschränken und verzichten auf Investitionen, die weder aus eigenen Mitteln - da nicht vorhanden - noch aus Fremdmitteln - da zu teuer - finanziert werden können. Insofern ist nicht auszuschließen, daß in der momentanen Prosperität bereits der Keim für eine Rezession verborgen liegt. Dies ist nur zu vermeiden, wenn verstärkt Investitionen aus der Privatwirtschaft zu neuen Konjunkturstützen werden. Hierzu müssen entweder die Preiskontrollen aufgehoben werden oder die Regierung muß Maßnahmen ergreifen, die den staatlichen Finanzierungsbedarf drastisch einschränken. Eine weitere Voraussetzung für die inflationsneutrale Finanzierung zusätzlicher Investitionen ist eine deutliche Erhöhung des privaten inländischen Sparaufkommens, das mit gegenwärtig 16 vH deutlich unter den Sparquoten der siebziger Jahre liegt (20-26 vH).

Nimmt man die Entwicklung der Kurse der Aktien, die an den Börsen in Rio de Janeiro und Sao Paulo gehandelt werden, als Indikator für die Stimmung der Wirtschaft nach der Implementierung des Cruzado-Planes, könnte man auf den ersten Blick von einer optimistischen Einschätzung der Wirtschaftslage durch die Anleger sprechen. So gab es im ersten Monat nach Inkrafttreten der Reformmaßnahmen kräftige Kurssteigerungen von über 90 vH (Tabelle 3), wodurch ein historischer Höchststand der Aktienkurse markiert wurde. Allerdings dürfte die günstige Börsenentwicklung weniger auf eine positive Einschätzung des Konjunkturverlaufs zurückzuführen sein, als vielmehr auf die Tatsache, daß andere Anlagealternativen weit weniger hohe reale Erträge versprochen haben. Eine Gegenüberstellung der realen Erträge verschiedener Anlageformen in den ersten vier Monaten nach dem Inkrafttreten des Cruzado-Planes zeigt denn auch, daß aufgrund der Residualinflation und der niedrigen Zinssätze für Bankeinlagen die Flucht in sachwertnahe und wertstabilere Vermögensanlagen (Aktien, US-\$ und Gold) lohnend war. Entsprechend ist auch ein Boom beim Kauf von Wohnungen und Häusern zu beobachten.

Ein weiterer Indikator für die Einschätzung des Cruzado-Planes kann in der Kursentwicklung des US-\$ auf dem Parallelmarkt gesehen werden. Das Agio gegenüber

dem eingefrorenen offiziellen Wechselkurs stieg von 39 vH Ende Februar auf fast 60 vH Mitte Juli, womit die höchste Abweichung seit Dezember 1982 (68 vH) zu verzeichnen war. Zwar ist dieser offiziöse Devisenmarkt relativ eng und wird sehr stark von kurzfristigen und zyklischen Nachfragefaktoren beeinflusst; die Kursentwicklung spiegelt jedoch auch die mit dem Cruzado-Plan verbundenen Unsicherheiten und Erwartungen wider. Diese betreffen die bestehenden Versorgungsengpässe, den Überfluß an Liquidität, fehlende Anlagealternativen mit lukrativeren (realen) Erträgen, Abwertungserwartungen sowie Zweifel, daß die Regierung die Preiskontrollen über längere Zeit durchhalten kann.

Tabelle 3 - Nominale und reale Erträge(a) ausgewählter Finanzanlagen, März-Juni 1986

Anlageform	März	April	Mai	Juni	Akkumulierte Rentabilität	Realer (b) Gewinn
Aktien						
Börse in Rio de Janeiro	34,39	19,15	-1,98	-0,37	56,58	51,46
Börse in São Paulo	52,39	23,46	11,01	-9,56	51,42	46,47
Dollar auf dem Parallelmarkt	6,06	15,19	2,99	0,97	27,04	22,89
Gold	4,91	14,14	4,13	1,32	26,34	22,21
Termingeld						
90 Tage	0,82	0,94	1,12	1,20	4,14	0,74
60 Tage	0,87	0,74	1,07	1,16	3,90	0,50
Spareinlagen	.	.	.	.	3,60	0,21
"Overnight"-Anlagen	0,62	0,68	0,68	0,82	2,83	-0,53
(a) Valorisierung seit 3. März unter Berücksichtigung der Gewinnsteuern. - (b) Deflationiert mit folgenden Inflationsraten: -0,11 vH für März; 0,78 vH für April; 1,40 vH für Mai und 1,27 für Juni; akkumuliert für die vier Monate: 3,38 vH.						

Quelle: Gazeta Mercantil, Datenbank [1986].



## V. Die jüngste wirtschaftspolitische Korrektur

Knapp fünf Monate nach Inkrafttreten des Cruzado-Planes - am 23. Juli 1986 - sah sich die brasilianische Regierung gezwungen, den Cruzado-Plan durch ein zusätzliches wirtschaftspolitisches Maßnahmenbündel, das wiederum per Dekret verordnet wurde, zu ergänzen. Mit diesem "Ziele-Plan" (Plano de Metas) sollte einerseits Kaufkraft abgeschöpft werden, um den Inflationsdruck bei bestimmten Konsumgütern zu mildern, und andererseits die finanziellen Voraussetzungen für öffentliche Investitionen geschaffen werden, die Brasilien bis zum Jahre 2000 den Wohlstand einer westlichen Industrienation ermöglichen sollte.

Zur Eindämmung des Nachfrageüberhangs nach Autos und Kraftstoff wurde den Konsumenten beim Erwerb dieser Produkte eine Zwangsanleihe auferlegt, die de facto die Preise für Benzin und Alkoholtreibstoff sowie von Autos um bis zu 30 vH erhöht (1). Die zusätzlichen Einnahmen werden einem Entwicklungsfonds (FND) zufließen, aus dem sie nach drei bis vier Jahren dem Bürger zurückerstattet werden sollen. Darüberhinaus wurde für Flüge ins Ausland sowie beim offiziellen Erwerb von Devisen eine Sondersteuer von 25 vH eingeführt. Schließlich wurde die Steuer auf Erträge aus kurzfristigen Geldanlagen auf 65 vH hochgesetzt und die Steuersätze auf Einnahmen aus längerfristigen Finanzanlagen entsprechend verringert, um deren Attraktivität für die privaten Sparer zu erhöhen.

Ähnlich wie beim Cruzado-Plan handelt es sich bei der jüngsten wirtschaftspolitischen Korrektur um eine Ad-hoc-Maßnahme, die weder den gegenwärtigen wirtschaftlichen Problemen noch den künftigen Herausforderungen an die brasilianische Wirtschaft gerecht werden kann. So ist fraglich, ob durch die Zwangsanleihe für Autos deren Konsum tatsächlich eingeschränkt werden kann, da sich in der überschäumenden Nachfrage bereits Erwartungen für eine deutlich höhere künftige Inflationsrate widerspiegeln dürften, und die Bevölkerung sich durch den Erwerb dauerhafter Konsumgüter einen Inflationsschutz sichern möchte. Außerdem muß bezweifelt werden, daß die Konsumenten die Zwangsanleihe nach drei Jahren überhaupt zurückbezahlt bekommen. Zum Zeitpunkt der Bekanntgabe des Programms bestanden weder konkrete Vorstellungen über die praktische Abwicklung der Zwangsanleihe noch über deren Verzinsung bzw. Rückzahlung. Hinzu kommt, daß

---

(1) Dies gilt beim Kauf von neuen Autos sowie von Gebrauchtwagen, die bis zu vier Jahre alt sind.

die Zwangsanleihe nicht von dieser, sondern von der nächsten Regierung zurück-erstattet werden müßte. Somit dürfte es sich bei der Zwangsanleihe eher um eine Zwangsabgabe handeln, die letztlich dazu führt, daß (unfreiwillig) private Ersparnisse zum Staat transferiert werden, ohne daß sich damit die gesamtwirtschaftlichen Ersparnisse erhöhen.

Kritisch ist auch die voraussichtliche Verwendung der auf etwa 350 Mrd. Cruzado (rund 55 Mrd. DM) geschätzten Mehreinnahmen des Staates zu bewerten, die einem staatlichen Entwicklungsfonds zugeführt werden, aus dem Infrastrukturinvestitionen für den Energie-, Stahl- und Erdölsektor sowie Agrar- und Sozialprogramme finanziert werden sollen. Nähere Angaben darüber, wie sich die zusätzlichen Finanzmittel auf die einzelnen Ausgabenkategorien aufteilen werden, wurden allerdings nicht gemacht. Damit wird der Verdacht genährt, daß zumindest ein Teil des Entwicklungsfonds dazu verwendet wird, das steigende staatliche Haushaltsdefizit zu finanzieren. Es ist darüber hinaus zu befürchten, daß die aus dem neu geschaffenen Entwicklungsfonds zur Verfügung stehenden Mitteln überwiegend nach politischen und weniger nach ertragsmäßigen Gesichtspunkten vergeben werden.

Die jüngste wirtschaftspolitische Korrektur ist ein Indiz dafür, daß der mit dem Cruzado-Plan verordnete Preisstopp nur durch zusätzliche dirigistische Eingriffe in die Wirtschaft aufrechterhalten werden kann. Damit werden die wirtschaftspolitisch verursachten Verzerrungen zunehmen, ohne daß der bereits vorhandene Inflationsstau abgebaut wird. Gleichzeitig wird die Glaubwürdigkeit der Regierung im Hinblick auf die Schaffung eines soliden Wirtschaftsrahmens abnehmen. Mit der damit verbundenen Unsicherheit werden auch die Inflationserwartungen wieder zunehmen. Die Erosion des Vertrauensbonus der gegenwärtigen Regierung im Hinblick auf ihre Wirtschaftspolitik läßt sich am eindrucksvollsten an der Dollarnotierung des Cruzados auf dem sogenannten Parallelmarkt ablesen; innerhalb von nur zwei Wochen nach dem Inkrafttreten des "Ziele-Planes" hat sich die Differenz zum offiziellen Kurs nochmals kräftig (um 20 Prozentpunkte) auf über 80 vH erhöht.

## VI. Ausblick

Die Erfolgsaussichten des Cruzado-Planes müssen skeptisch eingeschätzt werden, da dieser an den Symptomen der Inflation und nicht an den eigentlichen Ursachen

ansetzt. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf das Einfrieren der Preise. Der Preisdruck wird dadurch nicht aufgehoben, sondern nur zurückgestaut, Investitionen zur Beseitigung von Angebotsengpässen werden nicht gefördert, sondern behindert, und fundamentale Ungleichgewichte in der Wirtschaft nicht behoben, sondern festgemauert. Anstelle der Inflation und Indexierung ist ein System staatlicher Dirigismen getreten, die den Marktmechanismus zunehmend außer Kraft setzen und sehr wahrscheinlich weitere staatliche Eingriffe in die Wirtschaft zur Folge haben. Je länger jedoch die Inflation mit Kontrollen zurückgestaut wird, um so stärker ist die Preisflut, wenn die Schleusen wieder geöffnet werden. Auch der soziale Druck nimmt zu; Unternehmen drängen auf eine Aufhebung des Preisstopps und Gewerkschaften auf Lohnerhöhungen, während die Regierung an der verordneten Stabilität festhalten will. Eine Ursachentherapie der hochinflationären Entwicklung vor Inkrafttreten des Stabilisierungsplanes hätte auch dem Staat Opfer abverlangen müssen.

Das Schicksal des Cruzado-Planes wird deshalb in erster Linie davon abhängen, ob es der brasilianischen Regierung gelingt, den Staatshaushalt zu sanieren, eine inflationsfreie Finanzierung des verbleibenden Defizits durchzuführen sowie die Geldmengenausweitung unter Kontrolle zu halten - Stabilisierungselemente, zu denen bisher nur vage Aussagen von Seiten der Regierung vorliegen. Eine Rückkehr zur Stabilität wird ohne die unpopuläre Kürzung der Staatsausgaben, die auch Personalabbau in den unrentablen Staatsbetrieben einschließt, nicht möglich sein. Die Aussichten, daß das Haushaltsdefizit substantiell abgebaut wird, sind allerdings angesichts der bevorstehenden Wahlen nicht sehr optimistisch einzuschätzen.

Für ein anhaltendes Wirtschaftswachstum sind verstärkt Anlageinvestitionen erforderlich. Die Entwicklung der inländischen Investitionstätigkeit sowie die Attraktivität Brasiliens für ausländische Investitionen wird wesentlich davon abhängen, wie sich die Gewinnmargen entwickeln. Bei festgesetzten Endpreisen und anhaltendem Kostendruck dürften die in- und ausländischen Unternehmen sich jedoch eher zurückhalten. Neben den Preiskontrollen behindert jedoch auch die zunehmende Tendenz, Marktsegmente heimischen Unternehmen vorzubehalten, die Investitionsbereitschaft des Auslandes. Neben den Bereichen Computer, Telekommunikation, Landmaschinen und Luftfrachtvermittlung sind weitere "Marktvorbehalte" für die pharmazeutische Industrie und die "software" in Diskussion. Es ist zu befürchten, daß der Technologietransfer hierdurch behindert wird und die brasilianische

Wirtschaft in diesen Bereichen ihre Wettbewerbsfähigkeit auf den Weltmärkten einbüßen könnte.

Grenzen des künftigen Wirtschaftswachstums sind aber auch von seiten der umfassenden Importrestriktionen für Kapitalgüter erkennbar, die wohl erst gelockert werden können, wenn eine mittelfristige Lösung der immer noch sehr angespannten Verschuldungslage (105 Mrd. US-\$) erreicht wird. Zwar haben die jüngsten Umschuldungsverhandlungen mit den internationalen Gläubigerbanken (1) sowie steigende Kaffeepreise, niedrigere Ölpreise und sinkende internationale Zinssätze eine Entlastung der Zahlungsbilanz bewirkt; es ist jedoch noch ungewiß, ob die gute Exportentwicklung - für das erste halbe Jahr d.J. wurde ein Rekordüberschuß von 6,155 Mrd. US-\$ erzielt - anhalten wird, da der eingeschlagene wechsellkurspolitische Weg die Exportfähigkeit der brasilianischen Wirtschaft in der Zukunft eher schwächen dürfte. Hinzu kommt, daß jüngste Äußerungen des brasilianischen Finanzministers, künftig nur noch Schuldendienste in Höhe von 2 bis 2,5 vH des Bruttosozialproduktes leisten zu wollen, sich dämpfend auf die aufkeimende Bereitschaft der internationalen Gläubiger auswirken dürfte, an Brasilien neue Kredite zu vergeben.

---

(1) Das Umschuldungsabkommen bezieht sich auf 6 Mrd. US-\$, die bereits 1985 fällig waren sowie auf 9,5 Mrd. US-\$, die 1986 fällig sind. Die Rückzahlung des ersten Beitrages wird auf die Zeit zwischen 1991 und 1993 verschoben und die Fälligkeiten des laufenden Jahres im Rahmen eines Arrangements mit der Zentralbank umgeschuldet. Überdies haben die Banken zugestimmt, 15,5 Mrd. US-\$ an Handelskrediten und Interbankkrediten um ein Jahr zu verlängern. Die Zinsmargen der umgeschuldeten Fälligkeiten werden auf 1 1/8% über dem Londoner Interbanksatz (Libor) ermäßigt.

Literaturverzeichnis

CONJUNTURA ECONOMICA, lfd. Jgg.

DONGES, Juergen B., Kann die argentinische Wirtschaft gesunden? Vorschläge zur Überwindung einer Krise. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge, 110, Juni 1985.

DORNBUSCH, Rudiger, Stanley FISCHER, "Stopping Hyperinflation Past and Present". Weltwirtschaftliches Archiv, Vol. 122, 1986, S. 1-47.

FISCHER, Bernhard, Sparkapitalbildung in Entwicklungsländern. Engpässe und Reformansätze. Forschungsberichte des Bundesministeriums für wirtschaftliche Zusammenarbeit, Band 78, München 1986.

--, Ulrich HIEMENZ, Peter TRAPP, Argentina - The Economic Crisis in the 1980s. Kieler Studien, 197, Tübingen 1985.

GAZETA MERCANTIL, versch. Ausg.

HIEMENZ, Ulrich, "Wirtschaftsreform in Argentinien: Meisterwerk der Stabilisierungspolitik oder halbherziges Stückwerk?" Lateinamerika Nachrichten, Vol. 14, 1986, Nr. 1, S. 1-18.

INTERNATIONAL CURRENCY REVIEW, "Brazilian Cruzado". Vol. 17, 1986, Nr. 4, S. 46-57.

LOPES, Francisco, Choque Heterodoxo. Combate à Inflação e Reforma Monetária. Rio 1986.

LUTZ, Friedrich A., "The German Currency Reform and the Revival of the General Economy". Economica, Vol. 16, 1949, Nr. 62, S. 122-142.

NEUE ZÜRCHER ZEITUNG (NZZ), 11. Juni 1986. S. 15, "Wirtschaftspolitische Gratwanderung in Brasilien".

O ESTADO DE SAO PAULO, versch. Ausg.

SCHWARZ, Manfred, Adolf AHNEFELD, "Indexklauseln und Inflation in Brasilien".  
Die Weltwirtschaft, 1975, H. 2, S. 158-175.

SUMA ECONOMICA, Juni 1986.

VAUBEL, Roland, The German Stabilization of 1923/24: Lessons for Liberalization  
Today. Paper Presented to the Conference on Tactics of Liberalization, Madrid,  
März 1983.

WALLICH, Henry C., Triebkräfte des deutschen Wiederaufstiegs. Frankfurt 1955.